



中國經濟增速的「穩中求進」，有利於人民幣匯率的合理均衡運行。

經濟觀察家

人民幣國際化是強大貨幣建設的重要基礎。匯率角度看，扎實穩慎推進人民幣國際化需要人民幣匯率保持穩定，進一步增強人民幣資產吸引力。從人民幣匯率周期來看，經過幾年的環境適應和壓力測試，人民幣匯率的彈性增強，相較其他非美元貨幣更具穩健性。

今年以來，人民幣實際有效匯率指數的波動走勢基本平穩，人民幣兌美元維持在小幅波動。隨著美聯儲在9月減息周期啟動，人民幣呈現由貶回升態勢。短期而言，人民幣匯率仍階段性波動，但預計波幅相對較小。

經濟穩健 夯實人民幣雙向波動

金融觀察
鄧宇

隨着支撐人民幣匯率企穩的積極因素增多，人民幣國際化也持續深化。總結而言，人民幣匯率在合理均衡水平上保持基本穩定仍是主基調，人民幣匯率逐漸走出一個動態平衡的區間行情，維持在雙向波動的格局。

一、年初以來人民幣匯率表現

一方面，人民幣匯率延續雙向波動，升貶幅度在合理區間。今年初以來，人民幣匯率基本上保持雙向波動態勢，階段性出現的貶值也仍在合理區間。今年初至8月中旬的貶值幅度在1%左右，8月中旬至10月下旬的升幅為0.5%。從人民幣匯率指數走勢來看，CFETS人民幣匯率指數和美匯指數的波動基本一致，人民幣匯率彈性增強，相較於其他非美元貨幣也更加穩健。年初以來，歐元和日圓兌美元分別貶值1.8%、7.8%。

另一方面，美聯儲減息預期降溫，美匯指數波動也存在不確定性。美聯儲首度超預期減息0.5厘後，關於美國通脹黏性的討論增多，能否完全避免「硬着陸」以及和美國大選的潛在影響也成為影響美聯儲減息預期的關鍵。年初以來，美匯指數的波動明顯加大，一度漲5%，9月美聯儲首度減息後，美匯指數下行到100附近，近期維持震盪上行，曾升至105。

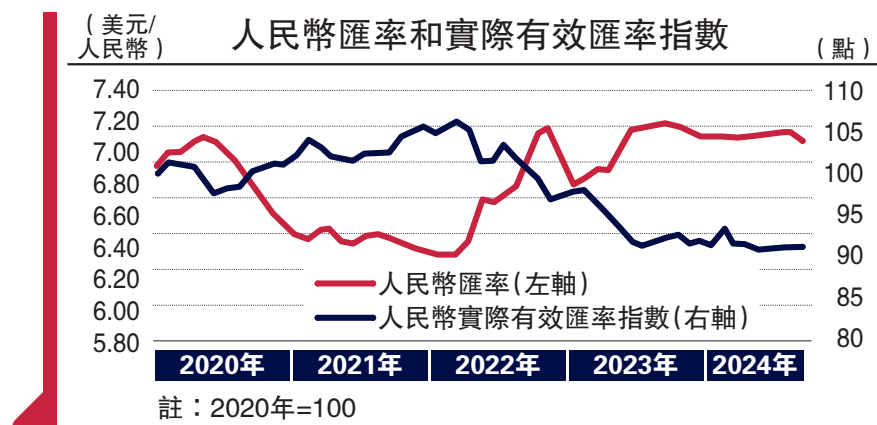
GDP領先美歐 支持匯率企穩

二、支撐人民幣匯率企穩的積極因子

一是經濟基本面將形成有效支撐。中國今年首三季GDP按年增長4.8%，增速高於歐美日等主要經濟體。IMF預測，2024年中國、美國、歐盟的GDP增速分別為4.8%、2.4%和0.4%，中國經濟增速遠高於主要經濟體。中國經濟的增長動能並未減弱，增量一攬子政策發力和前期積累的增長潛能優勢將持續釋放，將對人民幣匯率企穩形成較強支撐。經過多次外部壓力測試，中國經濟的動態平衡模式逐漸明晰，短期經歷的「陣痛」不改中長期新動能的加快培育，經濟增速的「穩中求進」更有利於人民幣匯率的合理均衡運行。總的來看，中國經濟的基本面保持向好，實現全年增長目標可期，這是人民幣匯率企穩的重要基礎。

二是出口和結售匯將有支撐。中國出口繼續表現強勁，按美元計價，首10個月，中國出口總值2.93萬億美元，增長5.1%；貿易順差7852.7億美元，擴大15.8%。中國出口超預期帶動順差擴大，支撐結售匯規模，人民幣升值預期推動首三季度結匯率有序回升、售匯率穩中有降。世界貿易組織統計，第二季中國出口佔全球市場份額升至15%以上，預計今年中國出口的国际市場份額將穩中有升，將為人民幣匯率提供有力支撐。

三是增量一攬子政策密集推出。中國經濟面臨有效需求不足、市場信心偏弱等問題，8月以來增量一攬子政策密集推出，財政和貨幣政策協調更加有力，特別國債發行和專項債優化管理，減息降準政策配合緊密。這



些政策出台的時效性和針對性更強，直接增加地方化債資源10萬億元（人民幣，下同），大幅調整房地產政策，旨在於提振信心和穩定市場預期，而且增量一攬子政策「真金白銀」投入到市場，惠及中小企和數億人，釋放強烈的穩增長信號。本輪增量一攬子政策發酵，推動實體經濟延續企穩向好態勢。

四是外匯政策及預期管理增強。官方基調始終強調人民幣匯率「維穩」的重要性，人民銀行發布的《2024年第三季度中國貨幣政策執行報告》繼續強調，綜合施策，強化預期引導，防止形成單邊一致性預期並自我實現，堅決防範匯率超調風險，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。近年來外匯管理局關注人民幣匯率的波動，特別是對單邊行情有較多關注，並通過逆周期因子和調降外匯存款準備金率等措施進行外匯匯控。美匯指數震盪下行，人民幣在對外匯市場中的表現逐步增強，將對人民幣匯率有積極支撐。

五是人民幣國際化扎實推進。中國對外直接投資和跨境貿易人民幣使用範圍不斷拓展，貨幣互換和人民幣結算規模持續擴大。截至2024年8月末，人民銀行共與42個國家和地區的中央銀行或貨幣當局簽署雙邊本幣互換協議，互換規模超4.1萬億元。由於地緣政治風險和制裁風險上升，本幣結算成為新的潮流，推動人民幣國際化提速。環球銀行金融電信協會（SWIFT）統計，人民幣全球支付佔比創新高，連續9個月居全球第四大活躍貨幣。外匯交易方面，BIS調查顯示，人民幣外匯交易在全球市場的份額增長至7%，同期美元佔全球交易金額的份額為88%。

聯儲減息路徑不清 美元反覆

三、影響人民幣匯率波動的外部因素

第一，美聯儲減息路徑並不清晰，美匯指數仍反覆波動。美聯儲對美國經濟前景的預測卻並不理想，11月刪除了對通脹回落到目標更有信心的說法，表明美聯儲對雙重目標兩端風險的擔憂。美國的中性利率已顯著高於過去，未來不大可能再回到超低利率時代。第三季開始，美國的製造業景氣度下降，消費支出也有減少，最關鍵的是通脹預期有不同程度上升。鑒於美國通脹、就業等關鍵經濟數據和美聯儲減息的不確定性，美匯指數和美國中長期國債收益率的波動也將可能有所擴大，結合美國大選後

存在的政策風險，將可能對離岸人民幣匯率帶來一些擾動。

第二，大國博弈加劇，「脫鈎斷鏈」風險將擾動人民幣匯率。2018年至今，中美兩國在經貿關係、產業發展、高科技競爭方面進入了前所未有的僵持階段。特朗普政府的「脫鈎斷鏈」與拜登政府的「小院高牆」愈演愈烈，導致中美貿易額下降。鑒於大國博弈加劇貿易和投資風險，美國大選後對華政策存在新的不確定性，將可能導致人民幣匯率出現階段性震盪波動行情。

第三，地緣政治衝突仍將持續發酵，匯率波幅可能加大。全球地緣政治風險明顯上升。俄烏衝突陷入長期化，目前依然處於膠着狀態，給全球貿易網絡帶來嚴重威脅。另外，巴以衝突及中東局勢存在持續惡化的風險，原油等國際大宗商品高波動性料將延續。同時，美匯指數波動也將對大宗商品價格的波動產生影響。特朗普勝選帶來的負面衝擊將加快顯現，將可能導致美元的波動較大。

人工工具箱充足 管理更有效

四、前景展望

展望未來，預計人民幣匯率總體上將維持雙向波動，綜合考慮中國經濟基本面改善、貿易順差維持較高水平以及匯率預期管理等積極因素，而且在特朗普選後可能推動的貿易和投資政策的不確定性大幅上升，加上美聯儲減息，將可能增強人民幣資產的避險屬性，同時外匯市場人民幣供需關係也有持續優化的空間，人民幣匯率穩中有升和雙向波動也將帶動企業結匯意願，提高銀行結售匯順差規模水平，這些利好因子將助推人民幣匯率波動保持在合理區間。

關注後續人民幣匯率走勢，防範人民幣匯率超調風險仍是重點。一方面，要緊跟美聯儲減息路徑和節奏，關注美匯指數和美國中長期國債收益率走勢；另一方面，仍要基於經濟基本面表現和增量一攬子政策落地見效情況，謹慎評估人民幣匯率預期變化，加強匯率風險管理，堅持匯率中性原則。實際上，人民幣匯率具有較強彈性和穩健性，雙向波動逐漸常態化。即便出現外匯市場較大的波動性或較長時間的單邊行情，人民銀行實施逆周期調節因子等工具箱仍然充足，且預期管理也將更加有效。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文謹代表個人觀點）

化債組合拳增強投資者信心

宏觀經濟
李湛

11月8日
全國人大常委會政策主要提出三項舉措推進化債。第一，2024至2028年，每年從新增地方政府專項債券中安排8000億元（人民幣，下同）用於化債，累計可置換隱性債務4萬億元。第二，增加6萬億元債務限額，分3年實施，平均每年2萬億元。這兩項舉措合計化債資金規模高達10萬億元。第三，到2029年及以後年度到期的棚戶區改造隱性債務2萬億元，仍按原合同償還。

整體來看，這次債務置換政策是近年出台的支持化債力度最大的一項措施，基本符合市場預期。此次化債政策對中國經濟的積極影響，主要包括三個方面。

第一，加快地方債務化解。2023年末地方隱債規模為14.3萬億元；推出本輪大規模化債資金，預計截至2028年，地方隱債總額大幅降至2.3萬億元，平均每年債務化解規模從2.86萬億元減為4600億元，降至原先的16%這一水平。

第二，減輕地方化債利息支出，進而改善地方財力。本次債務置換的法定債務利率大大低於隱性債務利率，大幅節約地方利息支出，財政部估算5年累計節約6000億元左右。

第三，本次債務置換思路表明由「側重防風險」向「防風險、促發展」並重轉變。有助於地方暢通資金鏈條，增強發展動能。一方面，節省的化債資源投入到民生消費、投資等重大領域，實現經濟增長和結構調整；另一方面，化債有助於改善金融資產質量，增強信貸投放能力，整體利好於實體經濟。

這次比較關注的是化債政策中債務限額的力度以及後續化債的具體節奏。10月國務院新聞辦公室發布會曾強調「擬一次性增加較大規模債務限額置換地方政府存量隱性債務」緩解地方化債壓力，此次政策公布以每年2萬億元的規模，分3年共增加地方政府債務限額6萬億元用於置換存量隱性債務，與2022年以來土地收入缺口的規模相當，這次的債務限額增加，有望解決土地出讓收入大幅下降等問題。加上連續5年安排8000億元新增地方政府專項債

券置換債務，總計規模達10萬億元，相當於往後3年，每年以2.8萬億元的化債資金規模推進化債過程。這種比較穩健的節奏，能夠使地方政府依靠自身努力完成化債，對於部分地方政府甚至比較輕鬆。

歷史上的化債政策對股市影響均偏積極，包括在2014年9月確認大規模地方債務置換後、2019至2022年發行特殊再融資債券，兩次股市再度走強。

本次推出大規模化債資金，一方面，使得地方政府的債務風險得到了有效緩解，同時釋放出更多的資源用於改善投資、促進消費，兜底經濟發展。另一方面，這使得相關企業的應收賬款回收速度加快，進而促進資產負債表的修復。長期來看，隨着企業盈利能力的提升，以及市場信心的增強，基本面和情緒面的大幅回暖，有望帶動股市進一步上漲。

展望後市，權益市場有望繼續震盪上行，未來銀行、基建、環保等板塊有較大可能因化債而受益，或成為上漲空間最大的行業，表現為銀行的不良貸款壓力減少，基建與環保領域也能承接更多的項目、提升業績。

減輕內銀不良貸壓力

另外，化債政策明確後，城投相關行業、如環保、基建等行業將因此受益，一方面，之前政府應收賬款佔比較高的企業、在化債力度加大的情況下，應收賬款回收周期有望縮短，資產流動性有望得以改善。另一方面，化債背景下，政府加大對基建環保等的投入，這些行業的訂單提升也有助於業績提升。化債力度加大同時意味着化債業務的增加，金融板塊中的銀行與資產管理公司可以從中獲得更多的業務發展機會，提升業績與盈利能力。此外，地方政府通過化債可以騰出更大的資金空間與政策空間，刺激消費、科技創新等領域，利好消費等行業。

後續可以關注基建板塊中的建築工程、消費建材；金融板塊中的農商行；消費板塊中的文旅消費、家電、食品飲料；科技板塊中的半導體、計算機等細分投資領域。

（作者為招商基金研究部首席經濟學家）



▲本次大規模化債資金，使得地方政府的債務風險得到緩解，同時釋放更多資源，用於改善投資、促進消費。

多角度比較供樓租樓(下)

談樓說按
王美鳳

上期(見11月4日A13版)提及「供平過租」或「租平過供」的計算例子，但供樓與租樓從來不應只是簡單比較每月供款和租金支出，而是需要作全盤的考慮，包括首期、開支的比較及預算、還款及持貨能力、對於後市的看法、長短線換樓計劃，以及流動資金與資產價值等。

租金屬於純支出，而在置業上會的供樓金額中，一部分是利息支出，另一部分則屬於本金。同樣以600萬元單位為例，前文提及承造七成按揭，30年還款期，以按息3.625厘計算，月供19154元，而此單位之月租為17500元，單看月供實過月租；但在每月供樓金額中，利息支出實質是12688元，餘下約6467元屬本金。若純以支出作比較，上述單位現時按息支出低於租金約27.5%，這是以另一角度看「供平過租」。

當然，置業人士需要準備首期，亦需負擔釐印費，按月除了供樓，亦有恆常的開支，例如差餉、地租（部分物業毋須地租）及管理費等。故此，供樓與租樓的決定不宜只就月供和月租金額作比較。

若將按揭成數調整至六成，即是以市場平均數字計算，現時按息水平3.625厘下之每月供款，已經低於平均

月租。本港已進入減息周期，當未來按息進一步下降「供平過租」的情況將會更顯著。

買樓自住兼具投資價值

買樓一直是很多人的目標，入市後單位可作居住用途，亦附有投資價值，當樓價向上，業主便可坐享財富升值，又可透過物業升值而獲得更充裕的首期更換面積大些或較理想的單位；但當然，業主亦需承擔樓價一旦下跌的風險，又或者需有持貨能力或承受樓價波幅的準備。

至於租樓的好處是所需成本少，毋須籌措首期及釐印費，只需預備按金及支付每月租金，租金一般已包括管理費、差餉、地租。換言之，租客可保留更充裕的流動資金實現其他計劃，亦毋須承擔樓價下跌的風險，租約期滿可因應需要選擇搬遷。

不過，租住單位雖則彈性較大，但卻沒有長遠定居的保證，業主或年年加租，又或基於自用或其他原因於約後收回單位。租客亦不能按自己喜歡的風格隨意裝修單位，而不少人不喜歡租樓的原因是，租金純屬支出，不能如買樓般可累積資產財富。租客租樓十年廿年就只是淨付租金，但業主供樓猶如儲蓄，供滿層樓擁有全部業權，可將單位留給後人。

（作者為中原按揭董事總經理）